

POINTS CLES

- Une « Equity Story » intéressante depuis la privatisation: un redressement notable des fondamentaux et une ascension commerciale rapide.
- Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un potentiel de synergies partiellement exploité.
- Un profil de croissance supérieur à la concurrence: une dynamique commerciale confirmée et une bonne diversification des activités.
- Une rentabilité des capitaux propres et une qualité de portefeuille qui se distinguent par rapport à ses paires cotées.
- Une opportunité d'investissement à double facette: une valeur de croissance offrant une rémunération généreuse en dividendes.

PRESENTATION DU GROUPE ATTIJARI BANK

- Créée en 1968 à l'initiative des pouvoirs publics puis rachetée, en 2005, par le groupe marocain Attijariwafa Bank, Attijari Bank est devenue un acteur incontournable dans le paysage bancaire Tunisien.
- Le changement de contrôle d'Attijari a constitué un tournant majeur dans la vie du groupe. Parallèlement aux efforts de recapitalisation, l'actionnaire de référence a lancé un vaste programme de restructuration couvrant :
 - i) L'assainissement du bilan :** Un nettoyage drastique a été opéré sur la période 2006 – 2007 avec des provisions cumulées de 250MDt. Par ailleurs, la nouvelle politique de crédit plus prudente a valu à Attijari de réduire son taux de créances classées de 17%, en 2005, à moins de 10% à partir de 2010.

ii) La réorganisation : Le nouvel acquéreur a opéré une réorganisation complète de la banque avec une spécialisation par segment de clientèle. Attijari a été pionnière dans le lancement de centres d'affaires dédiés aux entreprises et des agences spécialisées dans les services aux particuliers. Parallèlement, le système d'information a été entièrement rénové avec l'adoption d'un Global Banking répondant aux standards les plus élevés du métier.

iii) La relance commerciale : Une nouvelle politique commerciale agressive a été mise en place avec l'ouverture moyenne de 11 agences par an (sur la période 2006-2016), un relooking des anciennes agences, le développement de nouveaux produits très concurrentiels et un plan de communication à l'image de l'actionnaire marocain.

Prix : 36,000 DT

Acheter (+)

Actionnariat

Andalucarthage Holding S.A:	59%
Groupe MZABI:	11%
Groupe DRISS:	10%
Flottant:	20%

Capitalisation boursière: 1 431MDt

Ratios boursiers*: Attijari Bank/ secteur

PER 2018e: 10x/8,2x

P/B 2018e: 2,4x/0,9x

Yield 2017e: 5,6%/3,9%

ROE 2016: 28%/17%

Performance 2017: +39%/+17%

* Données au 21/12/2017.

« Au moment où les débats autour du désengagement de l'État du secteur bancaire s'intensifient, l'ancienne Banque du Sud en est l'exemple réussi. »

- La stratégie commerciale agressive de la banque a été payante, Attijari s'est rapidement imposée sur le marché devenant, depuis 2016, la 2^{ème} banque privée du pays derrière la BIAT.

- En plus de l'activité bancaire, le groupe Attijari Tunisie opère, à travers des filiales spécialisées, dans tous les métiers financiers : assurance, leasing, gestion d'actifs, intermédiation boursière et capital investissement. Les sociétés Attijari Leasing et Attijari Assurances demeurent les filiales les plus actives du groupe.

ANALYSE FINANCIERE HISTORIQUE

1) LES DÉPÔTS

- Dotée du premier réseau bancaire en Tunisie (203 agences), Attijari Bank a confirmé sa bonne dynamique commerciale. Malgré un contexte d'assèchement de liquidité, la banque a continué ses efforts de collecte (croissance moyenne des dépôts de 11% sur la période 2012 – 2016) confortant son statut de challenger de la BIAT, le premier collecteur du pays.

- La banque présente une structure des dépôts avantageuse, majoritairement constituées par les dépôts à vue (43% des ressources) peu onéreux. Une stratégie qui lui permet d'afficher **un coût des ressources parmi les plus bas du secteur** (un coût estimé à 3% pour Attijari contre une moyenne de 3,6% pour le secteur).

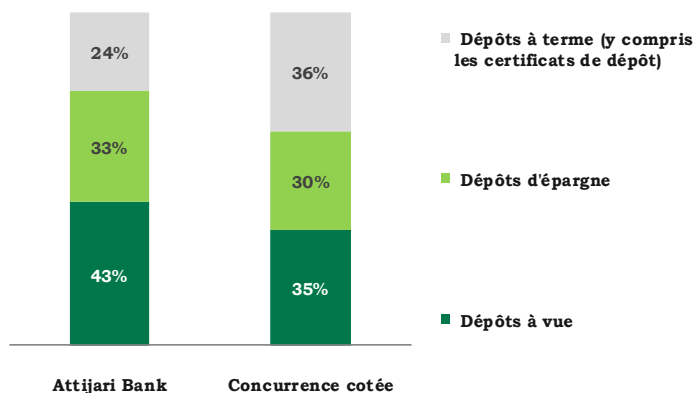
- Si Attijari jouit d'une structure des dépôts dominée par les ressources « bon marché », elle n'a pas échappé à la dégradation de son coût des ressources. Face à une concurrence plus agressive, la banque a étendu sa collecte

aux dépôts à terme (une progression de 14% sur la période 2012 – 2016), impactant négativement son coût des ressources (+45 points de base entre 2012 et 2016).

2) LES CRÉDITS

- Sur les cinq dernières années, Attijari Bank a affiché une croissance soutenue de son encours de crédits. Les engagements de la banque ont crû de 8%, en moyenne, à 4,5 milliards de dinars. Un rythme supérieur à ses consœurs cotées (+6% sur la période) mais qui est en deçà des performances passées (+11% sur l'intervalle 2010 – 2012). La décision de réduire la voilure a permis de sauvegarder la liquidité de la banque et de lui ménager le recours au refinancement. Avec un ratio de liquidité (Dépôts/crédits) de 122%, à fin 2016, nettement supérieur à la concurrence (un ratio moyen de 96%), Attijari confirme sa capacité à résister à un resserrement durable de liquidité.

Structure des ressources d'Attijari Bank vs concurrence cotée

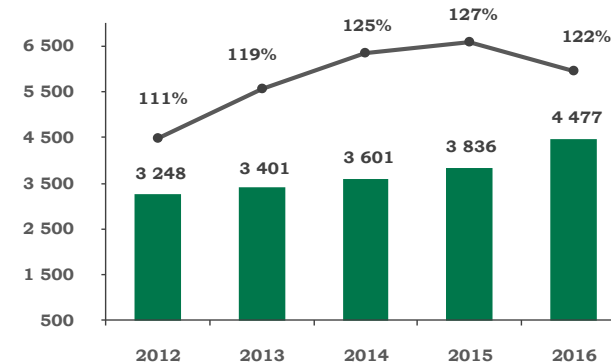


« La stratégie d'extension du réseau et de croissance sélective a permis à Attijari de résister à un assèchement durable de la liquidité et de préserver sa qualité de portefeuille »

3) LE PRODUIT NET BANCAIRE

- Sur les cinq dernières années, Attijari Bank a réalisé une progression notable de son PNB (une moyenne de 10%) qui lui a permis d'intégrer le top 3 du secteur.

Evolution de l'encours de crédits (en MDt) et du ratio de liquidité (Dépôts/Crédits)



- Le ralentissement de la marge d'intérêt (+4% à 138MDt) a été contrebalancé par une tarification plus agressive (une croissance moyenne des commissions de 11% à 92MDt) et une politique de placement des plus dynamiques du secteur (une évolution moyenne des produits de placement de +22% à 87MDt).

- Malgré le tournant vers la diversification des revenus, la marge d'intérêt demeure la principale source de PNB pour la banque (une proportion de 43%). Ajouté à un spread d'intérêt des plus confortables (un spread apparent de 3,4% vs 3,1% pour la concurrence), Attijari est bien positionnée pour profiter du contexte -actuellement- haussier des taux.

4) LA PRODUCTIVITE

▪ Attijari a affiché une amélioration timide de sa productivité durant les cinq dernières années. En raison d'un contexte social tendu et de la poursuite de l'ouverture des agences, la banque n'a enregistré qu'une légère amélioration de son coefficient d'exploitation. Ce dernier a baissé de deux points de taux à 50% en 2016; un niveau qui reste, néanmoins, en ligne avec la moyenne du secteur.

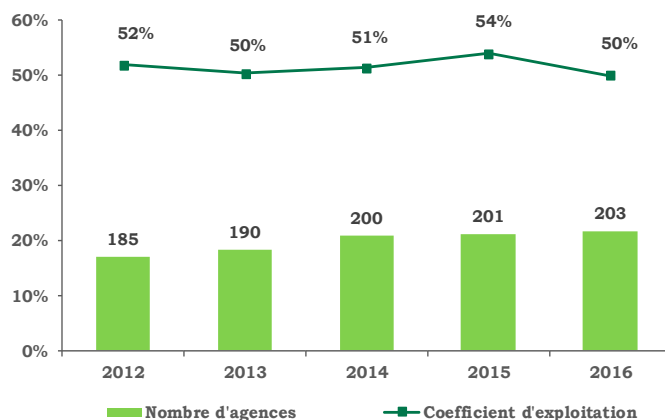
5) LA QUALITÉ DE PORTEFEUILLE

▪ Tirant les bonnes leçons du passé, Attijari a placé la qualité d'actifs au cœur de ses objectifs stratégiques. La nouvelle culture de risque plus prudente impulsée par l'actionnaire marocain a rapidement fait ses preuves. La banque a d'autant plus prouvé la solidité de son portefeuille de crédits dans la conjoncture post-révolution. À contre-courant du secteur, Attijari a vu son taux de créances classées se réduire de 9% en 2011 à 7% en 2016.

▪ Après avoir massivement provisionné sur la période 2006-2007, les efforts de couverture ont été bien engagés et le coût net du risque est retombé à des niveaux historiquement bas (4% du PNB sur les cinq dernières années). Avec un taux de couverture de 91% à fin 2016, Attijari affiche incontestablement le portefeuille de crédits le mieux provisionné de la place.

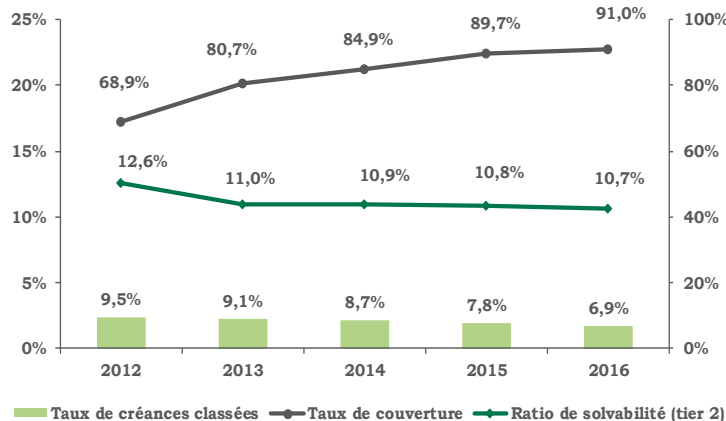
▪ Le mérite de la banque est aussi d'avoir pu conserver une bonne discipline en matière de solvabilité. Malgré la constatation d'une provision conséquente de 44MDt en 2013, Attijari a maintenu un ratio de solvabilité supérieur au minimum réglementaire de 10%.

Evolution du coefficient d'exploitation et du nombre d'agences



« 2017 devrait connaître une reprise ponctuelle du coefficient d'exploitation avec la constatation de la dotation au fonds de garantie des dépôts bancaires »

Evolution de la qualité d'actifs et du ratio de solvabilité



« Attijari Bank est devenue, en l'espace de quelques années, une véritable référence en matière de gestion des risques »

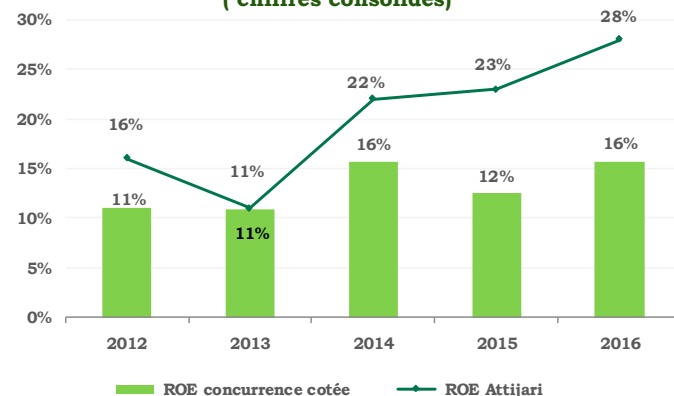
6) LA RENTABILITÉ

▪ Sur les cinq dernières années, Attijari a affiché une consolidation régulière de sa rentabilité. L'amélioration soutenue de la productivité et les efforts de nettoyage du bilan ont permis à la banque de renouer avec les bénéfices depuis 2008 et d'afficher un rythme de croissance des bénéfices parmi les plus élevés du secteur (une évolution moyenne de 21% sur la période 2012-2016 hors éléments exceptionnels).

▪ Au niveau consolidé, les réalisations du groupe ont, également, été satisfaisantes. Le résultat net part du groupe a été multiplié par deux à 118MDt (entre 2012 et 2016) malgré des performances contrastées au niveau des filiales.

▪ Après des années de restructuration, Attijari Tunisie est devenue « le fleuron » du groupe marocain : la 1^{ère} contribution aux résultats du groupe Attijariwafa Bank hors Maroc (une proportion moyenne de 6%, sur les cinq dernières années, tenant compte de la dépréciation du dinar face au dirham et de la contribution fiscale exceptionnelle).

ROE du groupe Attijari Tunisie Vs concurrence cotée (chiffres consolidés)



PRÉVISIONS ET PERSPECTIVES D'AVENIR

▪ Malgré une conjoncture économique contraignante, Attijari Bank a tenu ses promesses, affichant au premier semestre 2017, un bilan honorable : une croissance de son PNB de 13% et un bottom line de 54MDt.

▪ Les bonnes nouvelles seront, également, au rendez-vous sur l'année pleine. Les réalisations de la banque profiteraient : d'un contexte de taux, aujourd'hui, favorable et d'une politique de placement active en bons du Trésor. Nous tablons, ainsi, sur une croissance du PNB de 16% à 367MDt. Quant au résultat net, il devrait subir l'impact ponctuel de la dotation au fonds de garantie des dépôts bancaires (un coût estimé à 16MDt) et faire du quasi-surplus à 123MDt. Il en est de même au niveau consolidé où la croissance des bénéfices devrait s'établir à 3% selon nos prévisions (voir business plan ci-contre).

▪ **Le secteur bancaire est confronté à une avalanche d'évolutions réglementaires qui pèseront sur la rentabilité des banques dans les prochaines années** : institution d'un fonds de garantie des dépôts bancaires, renforcement des exigences de solvabilité, mise en place de nouvelles normes de liquidité et de couverture des risques plus sévères. Avec son assise financière solide et sa discipline prudentielle, Attijari semble parmi les banques les plus armées pour résister au durcissement du cadre réglementaire. Les réalisations rassurantes de la banque dans la période post-révolution et sa politique généreuse de dividendes (un payout supérieur à 70%) ont d'autant plus prouvé sa solidité face aux aléas du marché.

COMPORTEMENT BOURSIER ET OPINION DE TUNISIE VALEURS

▪ Sur les cinq dernières années, le groupe Attijari Bank a connu un parcours boursier sans faute cumulant une performance de 135%. Depuis août dernier, la banque a rattrapé la BT au rang de deuxième capitalisation du secteur.

▪ Présentement et avec une capitalisation de 1 431MDt, l'action traite à des multiples de valorisation de 2,4x son P/B et 10x ses bénéfices 2018 estimés; un niveau de valorisation, plus cher que le secteur

mais qui se justifie pleinement au vu de la qualité des fondamentaux de la banque et sa bonne dynamique de croissance.

▪ Malgré son parcours, nous pensons que le titre recèle encore un potentiel de revalorisation par le marché. Sa liquidité élevée et son double profil de valeur de croissance et de rendement en font la « Blue Chip » du secteur bancaire.

« Attijari Bank est un des rares titres sur le marché qui allie deux vertus: valeur de croissance et de rendement »

BUSINESS PLAN

En MDt	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018p
Créances sur la clientèle	3 248	3 401	3 601	3 836	4 477	5 087	5 234
<i>Progression</i>	-	5%	6%	7%	17%	14%	3%
Dépôts de la clientèle	3 591	4 048	4 506	4 871	5 460	5 973	6 782
<i>Progression</i>	-	13%	11%	8%	12%	9%	14%
PNB	217	251	263	275	317	367	403
<i>Progression</i>	-	16%	5%	5%	15%	16%	10%
Dotations aux provisions	25	17	13	- 15	-	8	8
Frais généraux ⁽¹⁾	113	127	135	148	159	198	200
<i>Coefficient d'exploitation ⁽¹⁾</i>	52%	50%	51%	54%	50%	54%	50%
Résultat net retraité ⁽²⁾	55,6	38,7	73,9	91,2	119,6	122,5	143,7
<i>Progression</i>	-	-30%	91%	23%	31%	2%	17%
Résultat net part du groupe retraité ⁽²⁾	57,0	33,4	74,4	95,6	118,3	121,4	142,6
<i>Progression</i>	-	-41%	123%	28%	24%	3%	17%

⁽¹⁾ Les frais généraux incluent la dotation au fonds de garantie des dépôts bancaires qui sera constatée à partir de l'exercice 2017.

⁽²⁾ Résultat net part du groupe retraité d'éléments exceptionnels.

Source: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.